

# 金种子酒 (600199.SH)

## 一季度业绩实现扭亏，内部改革逐步兑现

无评级

### 核心观点

**一季度利润端成功实现扭亏，“春节大会战”成效显著。**公司公告，预计2024Q1实现归母净利润0.13-0.19亿元（中值约0.16亿元），同比增加0.54-0.60亿元；扣非归母净利润0.1-0.16亿元（中值约0.13亿元），同比扭亏。一季度，公司通过精益生产、精优采购等精细化管理，降本增效效果明显；其次强化营销举措，公司实施“春节大会战”等营销举措取得了较好效果，在白酒收入增长、费用精益、成本管控方面都取得了较大进步。

**一季度春节会战效果显著，内部改革业绩兑现。**从2024Q1利润端看，公司成功实现扭亏，预计持续受益于成本端降本增效，收入端“春节大会战”成效显著。公司2023年聚焦组织重塑、产品重塑、渠道重塑，经营势能有望在2024年显现。从全年定调看，2024年预计是金种子酒“收获之年”，预计馥合香系列经过前期培育，2024年有望实现高增长，底盘产品有望呈现恢复式增长。

**坚定战略自信组织自信，稳步推进渠道精细化运作。**从经营节奏看，预计公司短期2-3年靠底盘产品增长，中期靠馥合香培育。2024年，公司将聚焦市场开拓，底盘产品力争实现10w家覆盖，馥合香目标实现1w家核心终端覆盖。在价盘管控上，公司对于价盘管控刚性，进而保证渠道良性运作。

**金种子酒改革逻辑持续兑现，业绩扭亏是持续增长的前置条件。**渠道动销验证仍需耐心，积极看好公司内部治理改善。公司在三大维度出现明显改善：1) 治理改善，重塑内部组织架构、优化晋升及薪酬激励等；2) 结构升级，馥合香新品重启次高端战略；3) 区域精耕，公司持续深挖阜阳、合肥等重点市场。后续随着公司逐步实现扭亏，为后续产品高端化、省内区域扩张等提供资金池。

**风险提示：**竞争加剧；改革不及预期；需求复苏不及预期等。

**投资建议：**下修此前盈利预测，预计2023-2025年公司有望实现营收14.7/17.8/22.5亿元（前值为15.4/19.2/23.0亿元，下修约5%/7%/2%），同比增长23.9%/21.0%/26.9%；实现归母净利润-0.2/1.3/3.1亿元（前值为-0.2/1.4/3.2亿元，下修约0%/6%/3%），同比亏损/扭亏/137.7%，对应PE-439/73.8/31.0X。鉴于短期业绩波动较大以及改革的不确定性，暂不给予评级。

### 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,211	1,186	1,469	1,777	2,254
(+/-%)	16.7%	-2.1%	23.9%	21.0%	26.9%
净利润(百万元)	-166	-187	-22	131	312
(+/-%)	-339.8%	12.4%	--	扭亏	137.7%
每股收益(元)	-0.25	-0.28	-0.03	0.20	0.47
EBIT Margin	-17.0%	-16.9%	-5.5%	6.8%	15.0%
净资产收益率(ROE)	-6.1%	-7.4%	-0.9%	5.0%	11.0%
市盈率(PE)	-58.1	-51.7	-439.3	73.8	31.0
EV/EBITDA	-68.7	-70.9	-3967.3	51.6	25.2
市净率(PB)	3.54	3.80	3.83	3.70	3.41

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 食品饮料·白酒 II

证券分析师：张向伟 证券分析师：李文华  
021-60375461

zhangxiangwei@guosen.com.cn liwenhua2@guosen.com.cn  
S0980523090001 S0980523070002

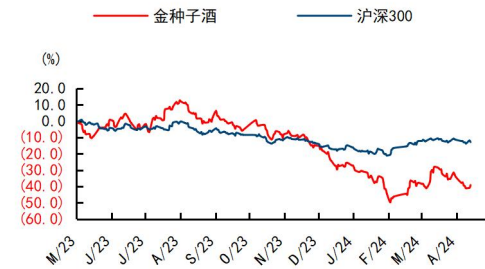
联系人：张未艾

021-61761031  
zhangwei@guosen.com.cn

#### 基础数据

投资评级	无评级
合理估值	
收盘价	15.11元
总市值/流通市值	9939/9939百万元
52周最高价/最低价	28.37/11.78元
近3个月日均成交额	284.39百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《金种子酒(600199.SH)-费用预投拖累净利润，渠道动销验证仍需耐心》——2024-01-31
- 《金种子酒(600199.SH)-单三季度利润扭亏为盈，内外部改革仍需耐心》——2023-10-30
- 《金种子酒(600199.SH)-二季度利润扭亏为盈，新品招商进度顺利》——2023-09-02
- 《金种子酒(600199.SH)-改革成效显现，业绩逐步兑现》——2023-07-20
- 《金种子酒(600199.SH)-改革谱新篇，复苏正当时》——2023-03-09

**一季度利润端成功实现扭亏，“春节大会战”成效显著。**公司公告，预计 2024Q1 实现归母净利润 0.13-0.19 亿元（中值约 0.16 亿元），同比增加 0.54-0.60 亿元；扣非归母净利润 0.1-0.16 亿元（中值约 0.13 亿元），同比扭亏。一季度，公司通过精益生产、精优采购等精细化管理，降本增效效果明显；其次强化营销举措，公司实施“春节大会战”等营销举措取得了较好效果，在白酒收入增长、费用精益、成本管控方面都取得了较大进步。

**一季度春节会战效果显著，内部改革业绩兑现。**从 2024Q1 利润端看，公司成功实现扭亏，预计持续受益于成本端降本增效，收入端“春节大会战”成效显著。公司 2023 年聚焦组织重塑、产品重塑、渠道重塑，经营势能或有望在 2024 年显现。从全年定调看，2024 年预计是金种子酒“收获之年”，预计馥合香系列经过前期培育，2024 年有望实现高增长，底盘产品或有望呈现恢复式增长。

**坚定战略自信组织自信，稳步推进渠道精细化运作。**从经营节奏看，预计公司短期 2-3 年靠底盘产品增长，中期靠馥合香培育。2024 年，公司将聚焦市场开拓，底盘产品力争实现 10w 家覆盖，馥合香目标实现 1w 家核心终端覆盖。在价盘管控上，公司对于价盘管控刚性，进而保证渠道良性运作。

**金种子酒改革逻辑持续兑现，业绩扭亏是持续增长的前置条件。**渠道动销验证仍需耐心，积极看好公司内部治理改善。公司在三大维度出现明显改善：1) 治理改善，重塑内部组织架构、优化晋升及薪酬激励等；2) 结构升级，馥合香新品重启次高端战略；3) 区域精耕，公司持续深挖阜阳、合肥等重点市场。后续随着公司逐步实现扭亏，为后续产品高端化、省内区域扩张等提供资金池。

**投资建议：**下修此前盈利预测，预计 2023-2025 年公司有望实现营收 14.7/17.8/22.5 亿元（前值为 15.4/19.2/23.0 亿元，下修 5%/7%/2%），同比增长 23.9%/21.0%/26.9%；实现归母净利润-0.2/1.3/3.1 亿元（前值为-0.2/1.4/3.2 亿元，下修约 0%/6%/3%），同比亏损/扭亏/137.7%，对应 PE -439/73.8/31.0X。鉴于短期业绩波动较大以及改革的不确定性，暂不给予评级。

表1: 可比公司盈利预测及估值（更新至 2024 年 04 月 15 日）

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
000596.SZ	古井贡酒	买入	262.7	1,388.4	8.3	10.7	13.4	31.5	24.5	19.6
603198.SH	迎驾贡酒	买入	64.0	512.3	2.8	3.4	4.1	23.1	18.7	15.4
603589.SH	口子窖	买入	38.9	233.4	3.0	3.5	4.0	13.2	11.2	9.7
600199.SH	金种子酒	暂无	14.7	96.7	-0.0	0.2	0.5	-439.3	73.8	31.0

资料来源：WIND，国信证券经济研究所预测

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	888	511	762	1142	1500	营业收入	1211	1186	1469	1777	2254
应收款项	145	82	101	122	155	营业成本	862	872	961	1013	1140
存货净额	1342	1329	1116	828	741	营业税金及附加	137	126	161	195	247
其他流动资产	140	193	182	238	316	销售费用	273	244	285	287	351
<b>流动资产合计</b>	<b>2617</b>	<b>2114</b>	<b>2160</b>	<b>2330</b>	<b>2712</b>	管理费用	114	118	121	134	145
固定资产	763	810	790	763	733	研发费用	30	25	22	27	34
无形资产及其他	262	252	242	232	222	财务费用	(23)	(15)	(12)	(19)	(26)
投资性房地产	219	214	214	214	214	投资收益	10	2	2	2	2
长期股权投资	4	5	5	5	5	资产减值及公允价值变动	8	6	10	10	10
<b>资产总计</b>	<b>3866</b>	<b>3395</b>	<b>3410</b>	<b>3543</b>	<b>3885</b>	其他收入	(33)	(20)	(22)	(27)	(34)
短期借款及交易性金融负债	0	29	0	0	0	营业利润	(168)	(172)	(57)	153	377
应付款项	652	330	363	391	451	营业外净收支	4	6	36	10	10
其他流动负债	299	314	348	362	428	<b>利润总额</b>	<b>(163)</b>	<b>(166)</b>	<b>(21)</b>	<b>163</b>	<b>387</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>952</b>	<b>673</b>	<b>711</b>	<b>753</b>	<b>879</b>	所得税费用	2	20	1	33	77
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	1	1	0	(1)	(2)
其他长期负债	170	166	166	166	166	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(166)</b>	<b>(187)</b>	<b>(22)</b>	<b>131</b>	<b>312</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>170</b>	<b>166</b>	<b>166</b>	<b>166</b>	<b>166</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>负债合计</b>	<b>1122</b>	<b>840</b>	<b>877</b>	<b>920</b>	<b>1046</b>	净利润	(166)	(187)	(22)	131	312
少数股东权益	9	10	10	9	6	资产减值准备	3	(1)	(6)	0	0
股东权益	2735	2545	2523	2615	2833	折旧摊销	49	52	78	84	87
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3866</b>	<b>3395</b>	<b>3410</b>	<b>3543</b>	<b>3885</b>	公允价值变动损失	(8)	(6)	(10)	(10)	(10)
						财务费用	(23)	(15)	(12)	(19)	(26)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营运资本变动	(175)	(284)	266	252	102
每股收益	(0.25)	(0.28)	(0.03)	0.20	0.47	其它	(2)	3	6	(1)	(2)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.06	0.14	<b>经营活动现金流</b>	<b>(300)</b>	<b>(423)</b>	<b>313</b>	<b>457</b>	<b>489</b>
每股净资产	4.16	3.87	3.84	3.98	4.31	资本开支	0	(92)	(32)	(37)	(37)
ROIC	-6.76%	-7.48%	-3%	5%	15%	其它投资现金流	239	103	0	0	0
ROE	-6.08%	-7.35%	-1%	5%	11%	<b>投资活动现金流</b>	<b>234</b>	<b>10</b>	<b>(32)</b>	<b>(37)</b>	<b>(37)</b>
毛利率	28.8%	26.4%	34.6%	43.0%	49.4%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	-17%	-17%	-6%	7%	15%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	-13%	-12%	-0%	12%	19%	支付股利、利息	0	0	0	(39)	(93)
收入增长	17%	-2%	24%	21%	27%	其它融资现金流	(60)	36	(29)	0	0
净利润增长率	-340%	12%	—	扭亏	138%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(60)</b>	<b>36</b>	<b>(29)</b>	<b>(39)</b>	<b>(93)</b>
资产负债率	29%	25%	26%	26%	27%	<b>现金净变动</b>	<b>(126)</b>	<b>(377)</b>	<b>251</b>	<b>380</b>	<b>358</b>
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	1.0%	货币资金的期初余额	1013	888	511	762	1142
P/E	(58.1)	(51.7)	(439.3)	73.8	31.0	货币资金的期末余额	888	511	762	1142	1500
P/B	3.5	3.8	3.8	3.7	3.4	企业自由现金流	0	(548)	226	397	422
EV/EBITDA	(68.7)	(70.9)	(3967.3)	51.6	25.2	权益自由现金流	0	(512)	210	412	443

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032